

不動産私募ファンドに関する実態調査 2024年1月 ～調査結果～

2024年3月15日



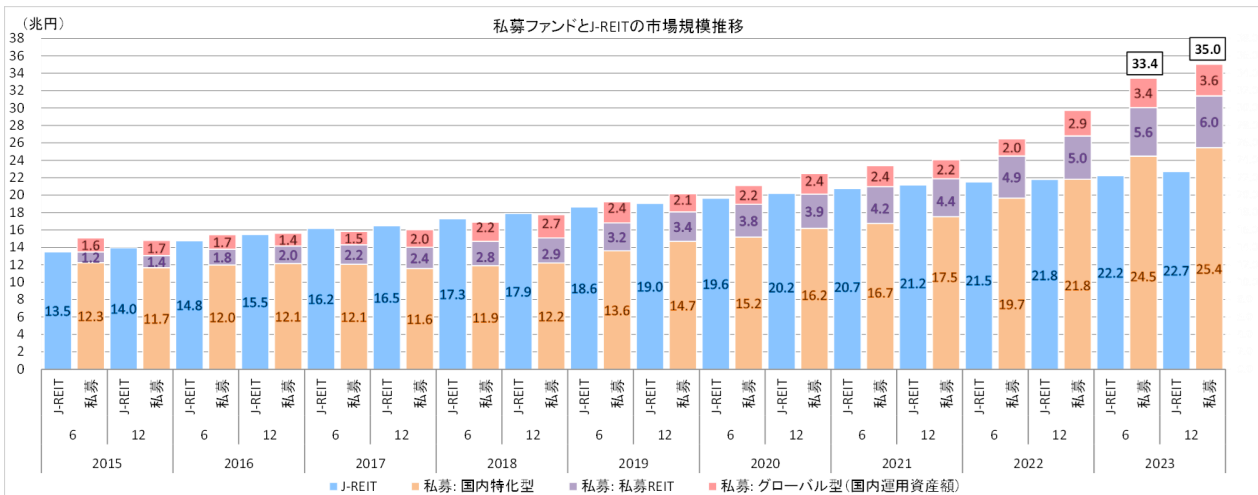
本調査は一般社団法人不動産証券化協会 (ARES) と株式会社三井住友トラスト基礎研究所 (SMTRI) が共同で実施した、第4回「不動産私募ファンドに関する実態調査」である。SMTRI単独では、2003年12月より本調査をアンケート形式で行っており、今回の調査で37回目となる。共同調査への移行後は、有効回答率が増加しており調査精度が高まっている。

- 調査対象: 国内不動産を対象に不動産私募ファンドを組成・運用している不動産運用会社
- アンケート送付先数: 129社
- 回答社数: 81社 (有効回答率: 62.8%)
- 調査時期: 2024年1月～2月 (2023年12月末基準)

＜不動産私募ファンドの市場規模は、私募 REIT・グローバルファンドを含めて 35.0 兆円と推計＞

・上記アンケート結果およびヒアリング・公表情報をもとに、2023年12月末時点の不動産私募ファンド(私募REIT・グローバルファンド含む)の市場規模(運用資産額ベース)を35.0兆円と推計した。この数値は、ARESが把握している国内私募REITおよびSMTRIが把握しているグローバルファンド(※)の国内不動産運用資産額を含めている。前回調査の運用資産額(2023年6月末時点: 33.4兆円)から約1.6兆円増加したものの、増加率は前回の+12.4%から今回+4.8%へと減速が見られた。引き続き運用資産規模を拡大させた運用会社数は規模を縮小した運用会社数を上回っているが、運用資産規模の拡大幅は縮小している。欧米の不動産市場の不振を受けて海外投資家に国内不動産を売却する動きが見られたこと、国内投資家においても海外の金利上昇に伴う不動産以外の運用資産のパフォーマンス不振等で国内不動産ファンドに関して利益確定の動きが見られたこと等が、運用資産規模拡大の重荷になったものと推察される。また、足元で予想される日銀によるマイナス金利解除の影響を見極める姿勢もあり、今後の運用資産額の拡大ペースに与える影響については注視が必要である。

※グローバルファンド・・・日本以外の国も投資対象とするファンドとして定義



出所) 不動産証券化協会「私募リート・クォーターリー」、三井住友トラスト基礎研究所

＜エクイティ投資意欲は堅調もやや陰り。日銀 YCC 柔軟化の影響は限定的だが、今後の動向が注視される＞

・運用会社から見たエクイティ投資家の投資意欲は「変化はない」との回答が大半を占めている。堅調な投資意欲が改めて確認されたものの、「低くなってきている」の回答割合が 2020 年 7 月調査以来の水準まで上昇しており、投資家の投資意欲が減退していると考えられる運用会社が増加している。投資家属性別の投資額をみると国内投資家で「減少」との回答の増加が目立ち、特に「国内系統金融機関」「国内地方銀行」における「減少」の回答割合の増加が大きい。一部の国内機関投資家は、国内不動産価格の高騰によるリターン低下を背景に、期待利回り確保の

ため海外不動産や別資産への投資に切り替えている可能性が考えられる。また、一部の投資家による利益確定の動きが運用会社や他の投資家のセンチメントに影響している可能性もある。

・日銀が 2023 年 10 月の金融政策決定会合で決定したイールドカーブコントロールにおける長期金利の上限の目処を 1%とする再柔軟化措置の影響については、投資方針に「変化があった」とする回答は 7%にとどまった。変化の内容は「取得価格目線の低下」「LTV 水準低下」「投資額縮小(減少)」との回答が上位を占めた。ただし、投資方針に「変化がなかった」とする 93%うち 36%が「今後ありうる」としており、今後の動向を注視する姿勢もうかがえる。

＜不動産私募ファンドに関する実態調査 2024年1月 ～アンケート調査結果の概要～

(※)グラフ中の「n」は有効回答数を示します。

1.不動産投資運用ビジネスの状況について

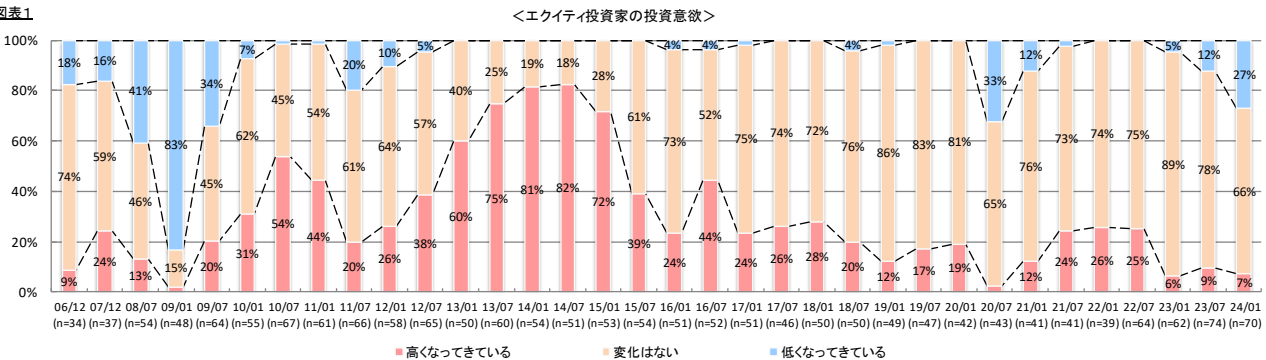
① エクイティ資金調達状況

a. エクイティ投資家の投資意欲

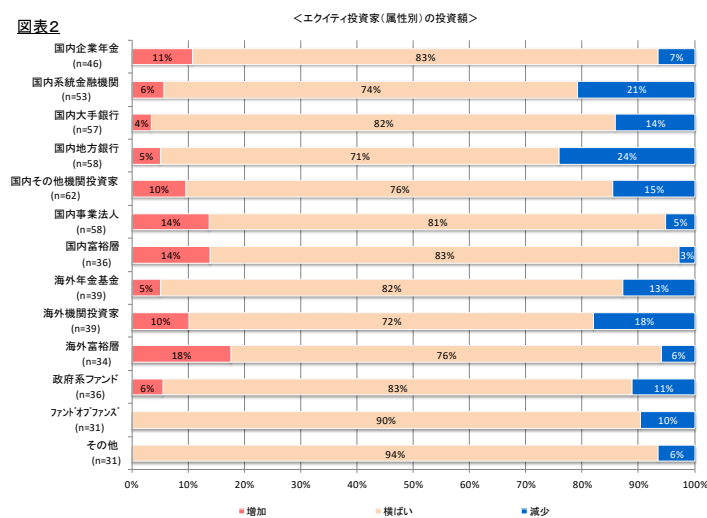
・エクイティ投資家の投資意欲については、引き続き「変化はない」の回答が大半を占めており、堅調なエクイティ投資家の投資意欲が確認された。一方で「低くなってきている」が「高くなってきている」の回答数を上回り、投資家の投資意欲が減退していると考え運用会社も以前に比べ増加している。(図表 1 参照)。

・投資家属性別の投資額は、全ての属性で「横ばい」との回答が大半を占める状況に変化はないが、前回調査よりも「減少」の回答割合が目立つ結果となった。特に「国内系統金融機関」「国内地方銀行」の「減少」が目立ち、何れも前回調査と比較して 19%ポイント「減少」の回答割合が増加した。国内の機関投資家の一部では、国内不動産価格の高騰によるリターン低下を背景に、期待利回り確保のため海外不動産や別資産への投資に切り替えている可能性が考えられる。(図表 2 参照)。

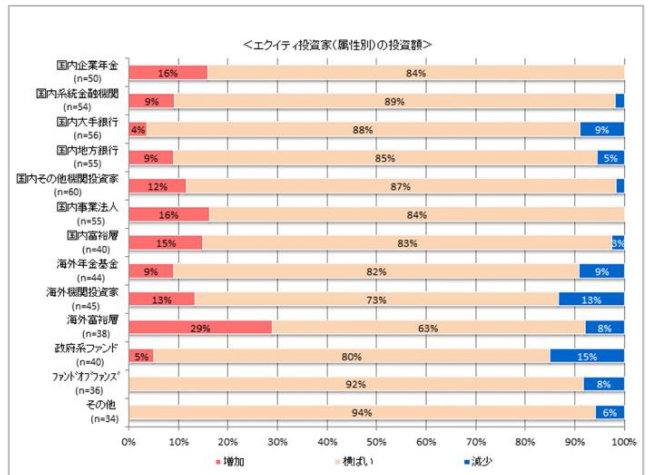
図表1



図表2



参考: 前回(2023年7月)調査結果



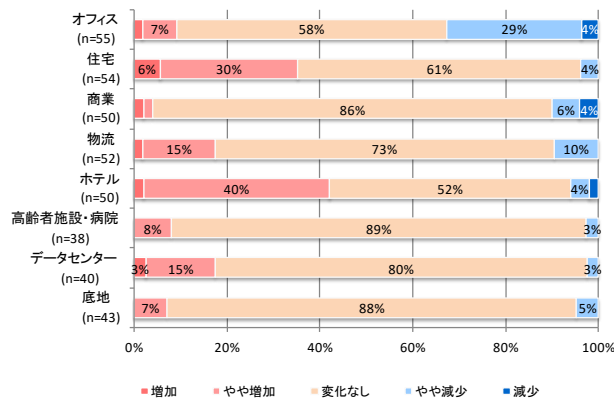
b. 国内投資家・海外投資家毎のプロパティタイプ別投資額および各エリアの海外投資家の投資額の状況

・プロパティタイプ別投資額は、海外投資家の「住宅」を除き、国内・海外投資家ともに各プロパティで前回調査と比較して「減少」「やや減少」の合計が増加した。特に「オフィス」は、市場の先行き懸念から、国内・海外投資家ともに減少が目立った。なお「ホテル」も国内投資家・海外投資家ともにやや減少傾向にあるが、一方で「増加」「やや増加」の合計が4割前後を維持している。行動制限の撤廃による国内旅行意欲の高まりや訪日外客数の急増によりホテルの業績回復期待が強まり、投資家の投資意欲も引き続き高いと考えられる。(図表3参照)。

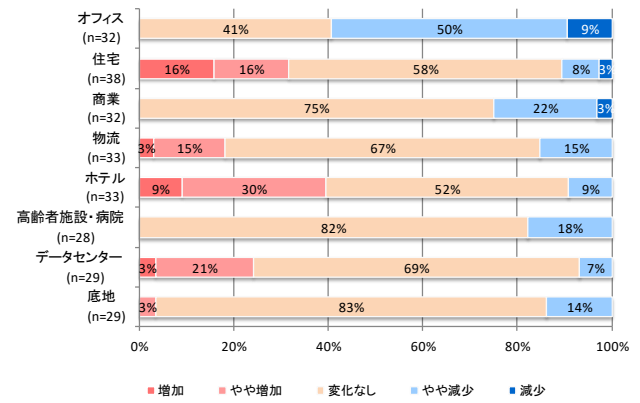
・エリア別の海外投資家の投資額については、全てのエリアで「変化なし」が半数以上を占めたが、「減少」「やや減少」の回答割合が前回調査よりもやや増加した。特に北米と欧州の投資家の投資額減少が目立つ一方、中国・中東以外アジアの投資家について、投資額増加の回答がなお計25%を占めており、地域により投資姿勢に濃淡がある。(図表4参照)。

・海外投資家が日本の不動産に投資する理由としては、「政治的・経済的な安定性が高い」、「イールドギャップにより相対的に魅力が高い」が引き続き上位となった。また、円安の継続により「為替による投資メリットが見込める」にも多くの回答が集まった(図表5参照)。

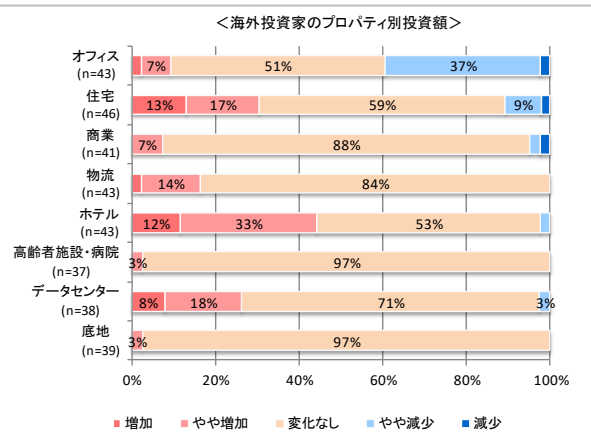
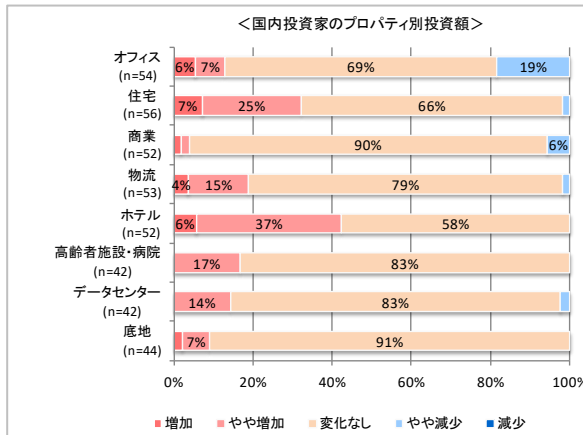
図表3-1 <国内投資家のプロパティ別投資額>



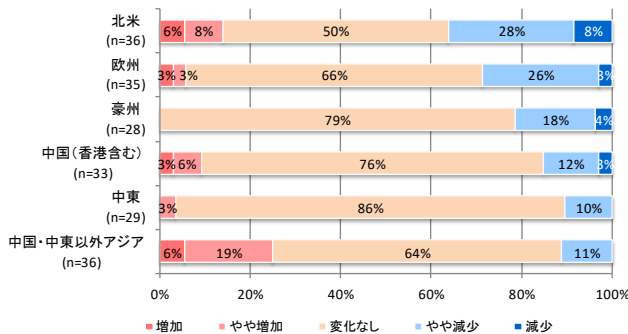
図表3-2 <海外投資家のプロパティ別投資額>



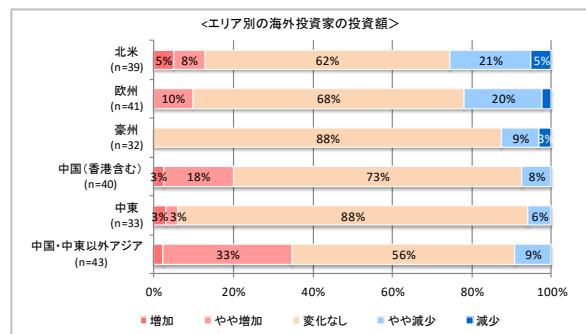
参考: 前回(2023年7月)調査結果

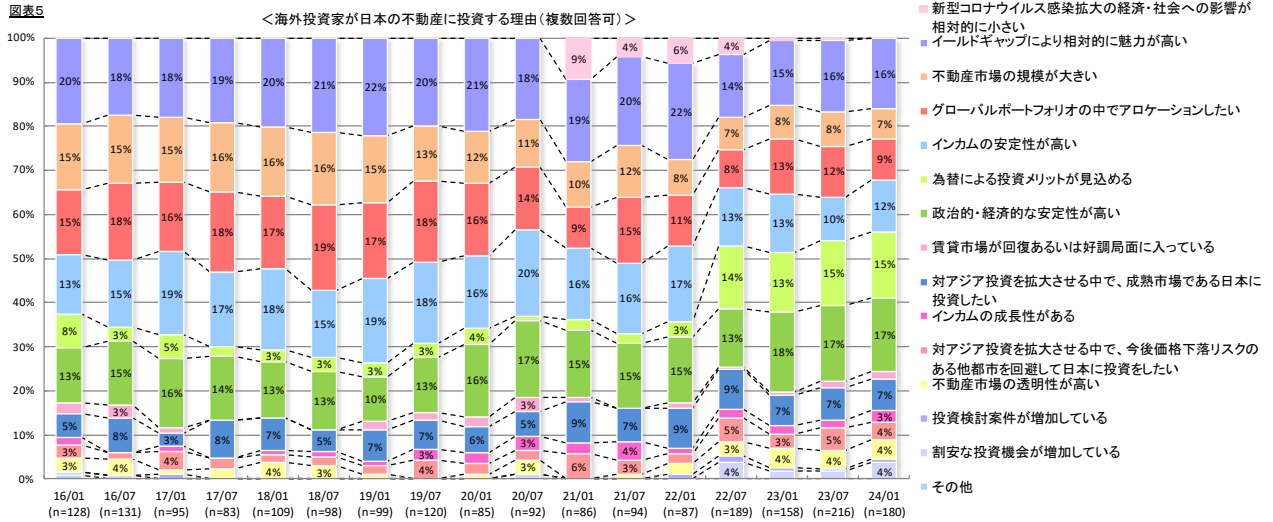


図表4 <各エリアの海外投資家の投資額>



参考: 前回(2023年7月)調査結果



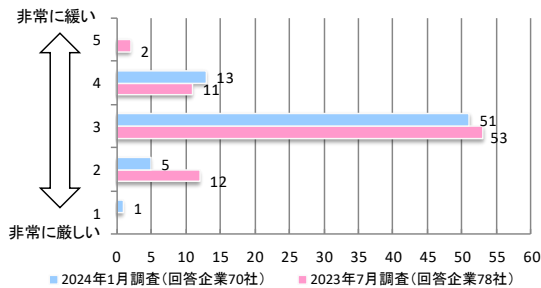


② デットの資金調達環境

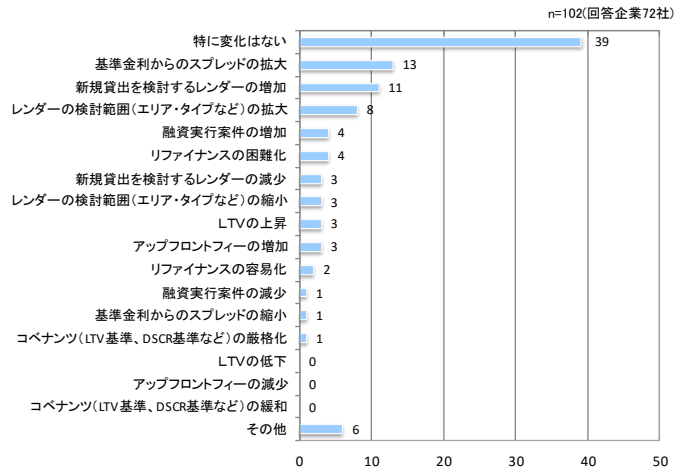
・現在のデット資金調達環境に対する質問に対しては引き続き「普通」との回答が多数を占め、全般的にはここ半年のデット資金調達環境は概ね良好で大きな変化はないことがうかがえる。また、「普通」以外の回答では「緩い」「非常に緩い」の回答数に変動はない一方で、「厳しい」「非常に厳しい」との回答数がやや減少しており、現在のデット資金調達環境の回答はやや緩和化方向となった(図表6参照)。

・デット資金調達環境の変化については、前回調査と同様に「特に変化はない」との回答が最多となった。次いで、「基準金利からのスプレッドの拡大」、「新規貸出を検討するレンダーの増加」、「レンダーの検討範囲(エリア・タイプなど)の拡大」、「融資実行案件の増加」となった。上位5項目(変化はないを除く)では、緩和化方向の回答数が厳格化方向の回答数を上回る結果となり、2023年7月の日銀の金融政策変更(イールドカーブコントロールの運用柔軟化)による大きな影響は見られなかった。(図表7参照)。

図表6 現在のデット資金調達環境 (5段階評価:「1.非常に厳しい」⇄「5.非常に緩い」)



図表7 <デット資金調達環境の変化(複数回答可)>

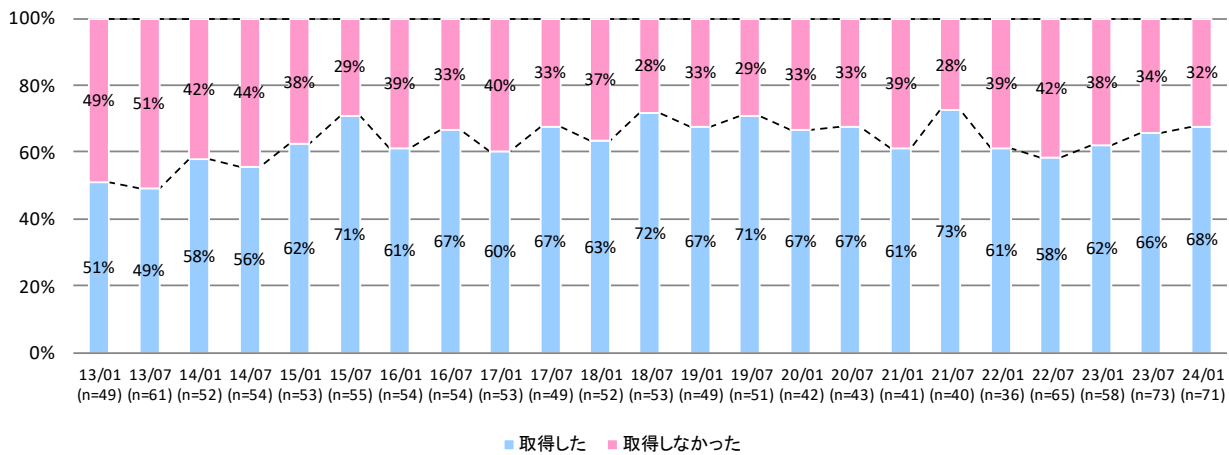


③ 不動産取引状況

- ・2023 年上半期に物件取得を行ったとする回答割合は 68%となり、前回調査の 66%からやや増加した。不動産価格の高騰が継続する中でも約 3 分の 2 の運用会社が物件を取得している(図表 8 参照)。
- ・2023 年上半期に物件売却を行ったとする回答割合は 36%であり、前回調査の 49%から 13%ポイント減少した。同回答割合は、2022 年 7 月調査以降前回調査を除き 40%前後で推移しており、今後もこの傾向が継続するのかが注目される(図表 9 参照)。
- ・2023 年下半期は、エクイティ・デット共に良好な資金調達環境が継続しており、不動産ファンド運用会社による不動産取引は比較的活発に行われたようである。一方、国内・海外投資家ともに投資額を減少させている投資家がやや増加するなど投資意欲の減退の兆候も一部でみられた。デットに関しては、今回のアンケート結果において、日銀の金融政策による大きな影響はみられなかった。

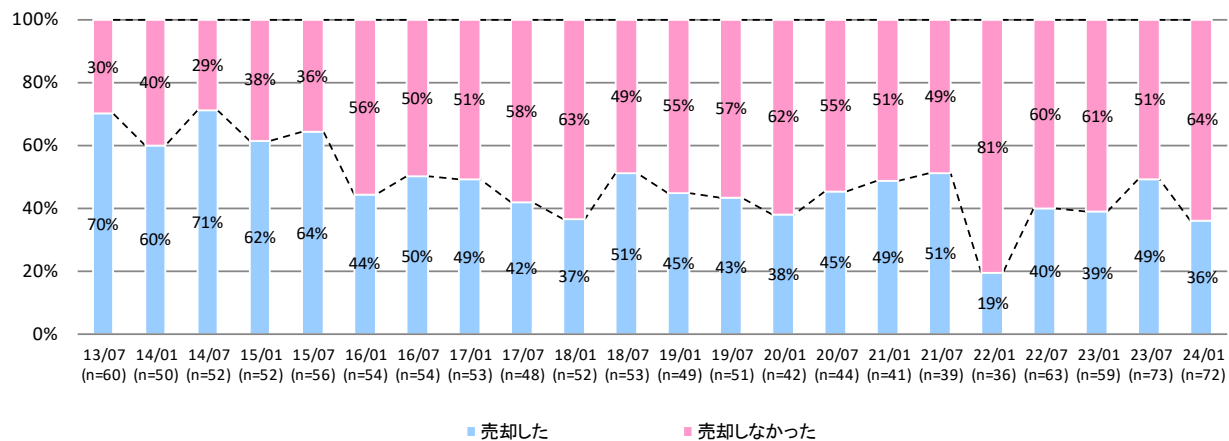
図表8

<物件取得状況>



図表9

<物件売却状況>



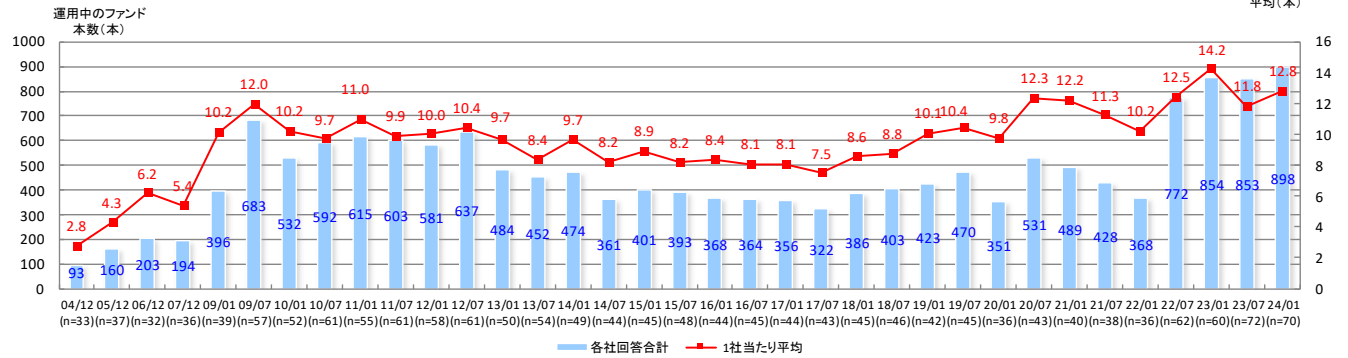
④ 現在運用中のファンドの概要

a. 運用中ファンドの本数、予定運用期間

- ・現在運用中の私募ファンド数の合計と一社あたりの運用ファンド数の平均の推移をみると、現在運用中の私募ファンド数の合計が増加し、一社あたりの平均運用ファンド数は前回の 11.8 本から 12.8 本に増加した(図表 10 参照)。
- ・現在運用している私募ファンドの予定運用期間の推移をみると、私募 REIT の増加に伴い、「定めなし・無期限」の回答割合が 30%強に増加した。そのほかの期間は前回調査と概ね同比率にあるが、クローズドエンドの運用期間「3 年以上 5 年未満」の割合については 8%ポイントと大きく減少した(図表 11 参照)。投資家の投資方針として長期運用志向と短期運用志向の二極化がより鮮明になりつつある可能性がある。

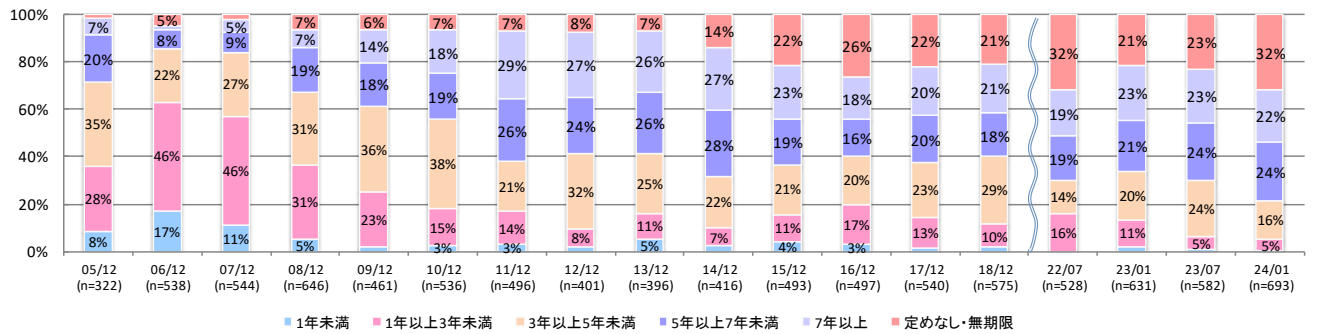
図表10

<現在運用中の私募ファンド数の合計と平均の推移>



図表11

<現在運用している私募ファンドの予定運用期間の推移>



※2018年以前のデータは、不動産証券化協会「会員対象 不動産私募ファンド実態調査」の調査結果

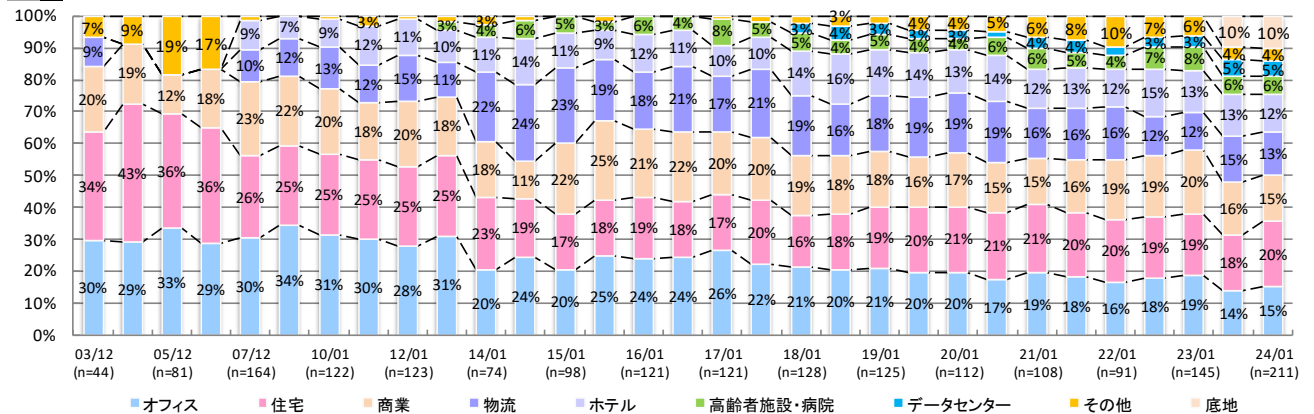
b. 運用中ファンドの投資対象の物件タイプ、エリア

・掲載可能なファンドを対象に、各タイプに投資しているファンド数を数え、全タイプを合計したタイプ別の割合をみると、投資対象の物件タイプは多様化している。なお、前回調査より選択肢に追加した「底地」は引き続き10%を占める結果となった(図表12参照)。一方で回答者の運用資産額に占める割合でみると、「オフィス」が42%、「住宅」が18%と、両者で6割を占めている状況に変わりはなく、「オフィス」の回答割合は微増となった。オフィス賃貸市場の先行き懸念などからオフィス以外のタイプへの分散が進むことも考えられるが、運用資産額に占める割合には未だ表れていない(図表13参照)。

・掲載可能なファンドを対象に、各エリアに投資しているファンド数を数え、全タイプを合計したエリア別の割合をみると、「東京23区」の割合が高く、その他「首都圏」、「近畿圏」、「名古屋圏」、「地方圏」に概ね同水準で分散している(図表14参照)。一方で、回答者の運用資産残高全体に占める投資エリア別の投資割合でみると、「東京23区」45%、「首都圏」33%、「近畿圏」14%の合計で9割超を占めている(図表15参照)。

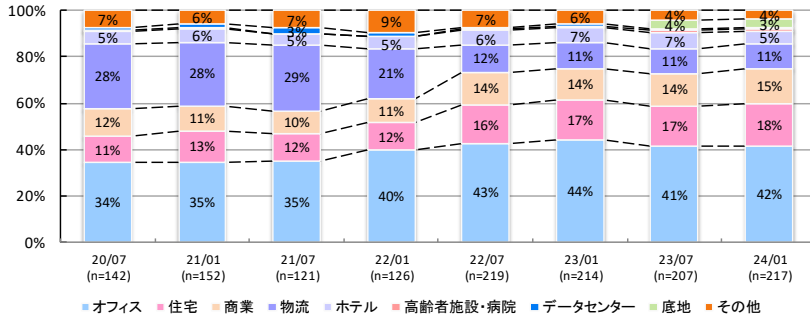
図表12

<投資対象物件タイプ>



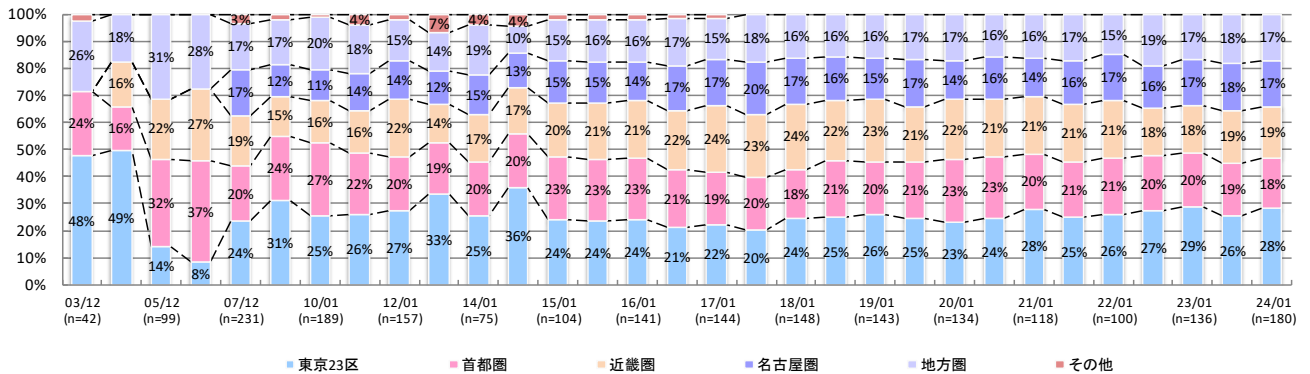
※2004年1月調査～2007年1月までは、「物流」「ホテル」は「その他」に含めている
 ※2013年1月調査より選択肢に「高齢者施設」および「医療関連施設」を追加
 ※2018年1月調査より「高齢者住宅」「医療関連施設」を「高齢者施設・病院」に変更し過去の値は合算。また、「データセンター」を追加。
 ※2023年7月調査より「底地」を追加
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

図表13 <投資対象の推移(金額ベース)>



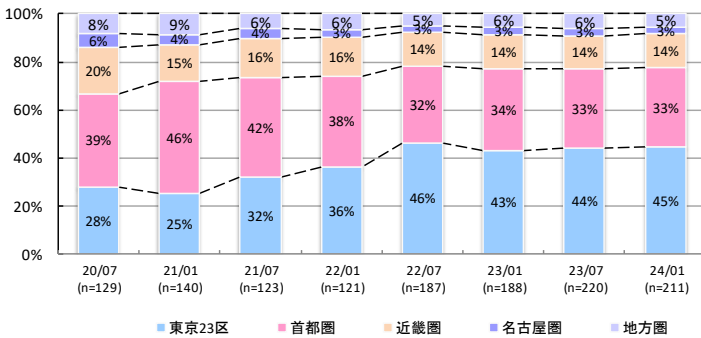
※運用資産額に占める割合については 2020年7月調査から調査開始
 ※2023年7月調査より選択肢に「底地」を追加

図表14 <投資対象エリア>



※2004年1月調査~2007年1月調査までは「名古屋圏」は「地方圏」に含めている
 ※2017年7月調査より選択肢から「その他」を削除
 ※回答件数の割合を表示しており、金額は考慮していない。

図表15 <投資エリアの推移(金額ベース)>

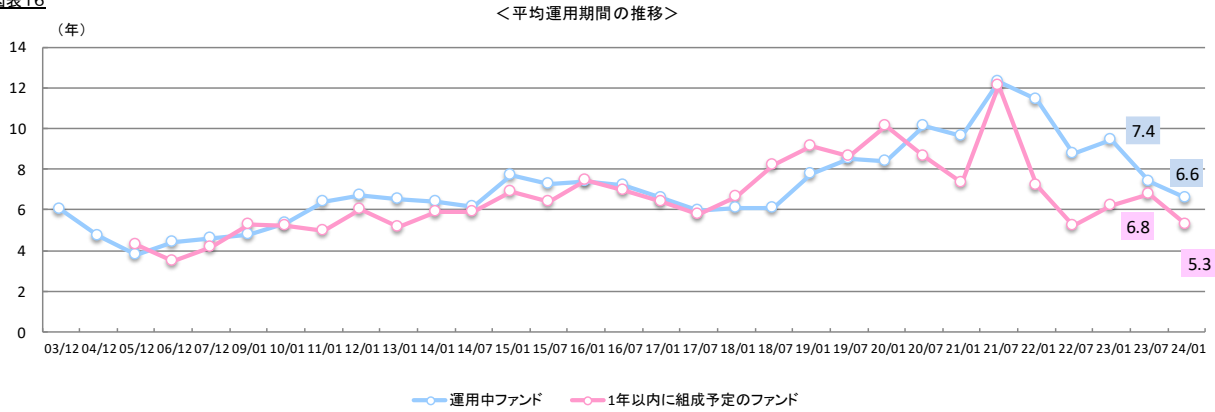


※運用資産額に占める割合については 2020年7月調査から調査開始

c. 運用期間、LTV水準、目標 IRR

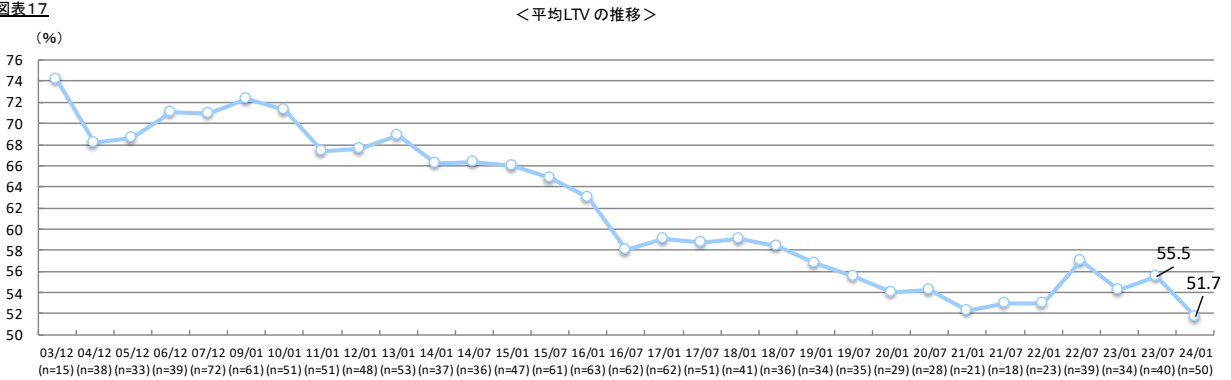
- 「運用中ファンド」の平均運用期間は 6.6 年と、前回調査 7.4 年からさらに短期化し、2022 年 1 月調査以降の短期化基調が続いている。回答中央値は 5 年であり、回答数 21 のうち 18 は運用期間 10 年以下となっている(図表 16 参照)。
- 運用中ファンドの平均 LTV は過去最低となった。利回り確保の観点から LTV をやや高めているファンドも散見される一方で、長期・安定的な運用を実現する観点から低 LTV が選好されていると考えられる(図表 17 参照)。
- 目標利回り(Cash on Cash)は前回調査と同水準であった。引き続きコア物件重視の運用スタイルが主流となっており、5%前後の水準を維持している(図表 18 参照)。

図表16



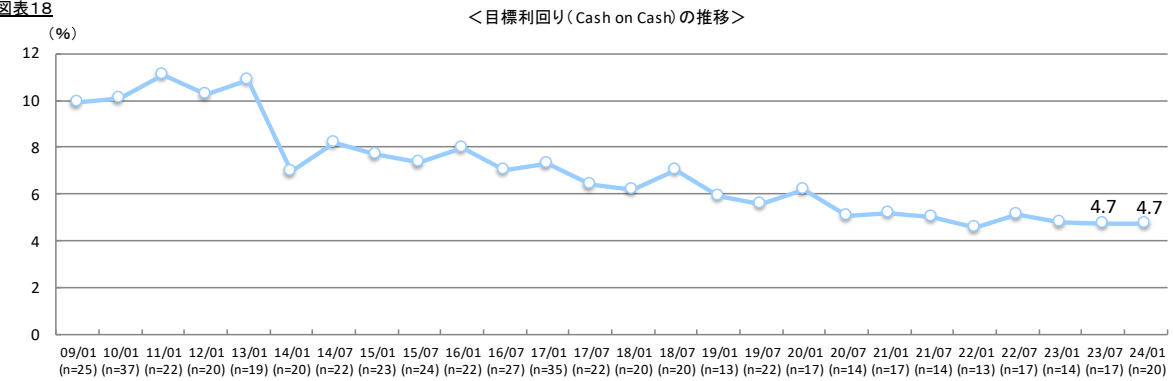
※2019年1月調査以降、運用期間を20年以上とする超長期ファンドが回答に複数含まれている場合がある。

図表17



※LTV基準については総資産額に対するものか取得価格に対するものを分けて質問しており、取得価格ベースで計算して平均値を算出している。

図表18



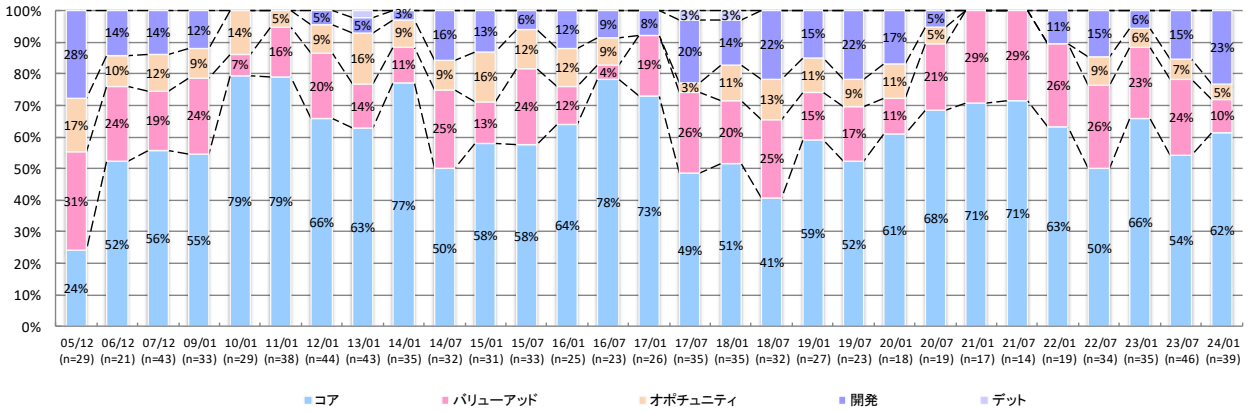
2.不動産投資運用ビジネスにおける将来的な取組について

①今後1年以内のファンド組成

- ・1年以内に組成予定のファンドには以下の傾向が見られる。
運用スタイルは、「コア」の回答割合が増加し、引き続き「開発」の増加が目立つ(図表19参照)。
投資対象プロパティタイプは、「オフィス」「商業」の回答割合が減少し、「ホテル」が大幅に増加した(図表20参照)。
投資エリアは、「東京23区」、「首都圏」の回答割合合計で半数近くを占める状況に変化はないが、その内訳を見ると東京23区が大きく伸びて都心回帰が強まっている(図表21参照)。
- ・今後1年以内に組成予定ファンドのLTV水準は横ばいとなった。足元では利回り確保の観点からLTVをやや高めるファンドが散見される一方、先行き不安からLTVを抑えるファンドも出てきている(図表22参照)。

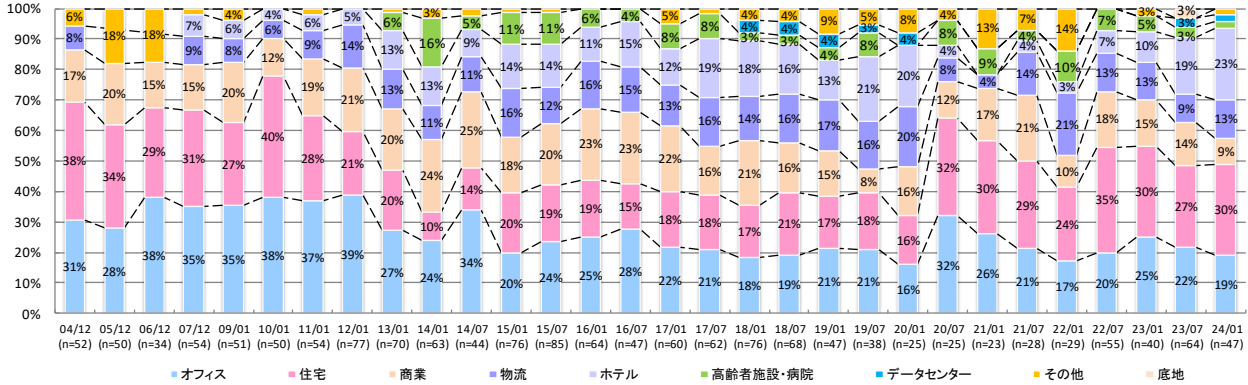
図表19

<運用スタイル（1年以内に組成予定のファンド）>



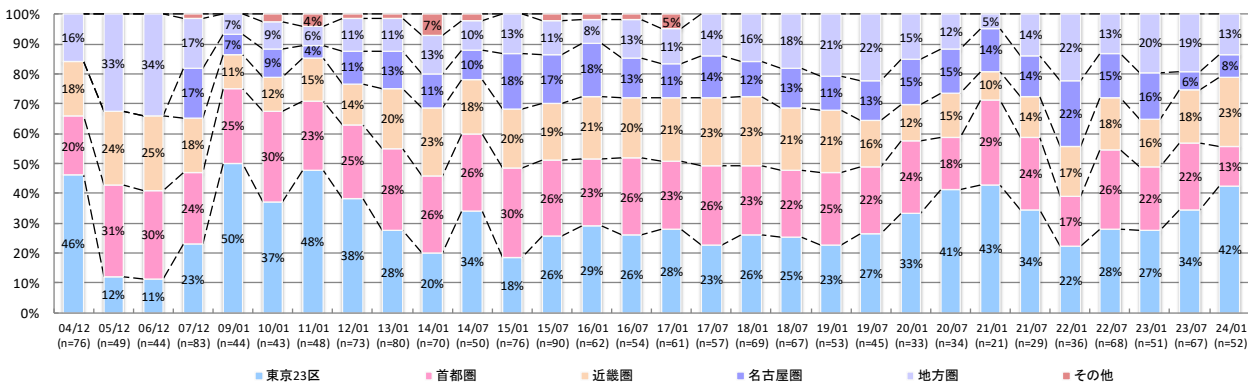
図表20

<投資対象物件タイプ（1年以内に組成予定のファンド）>



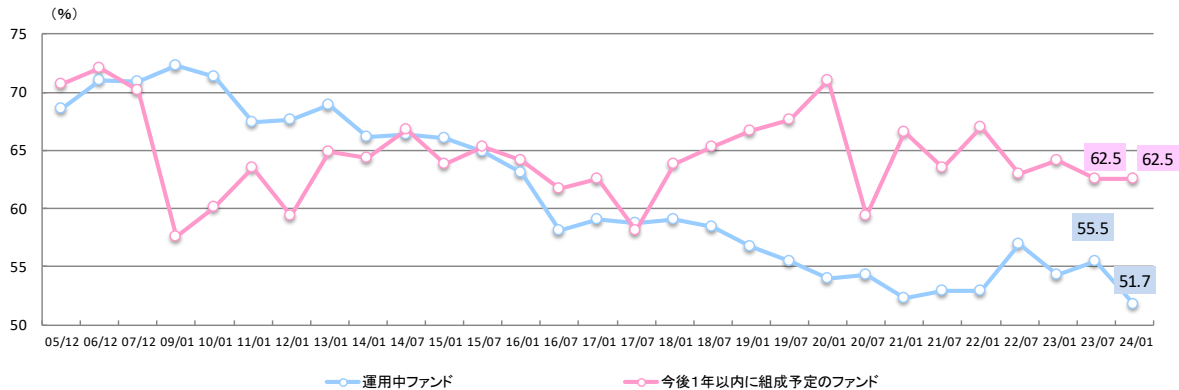
図表21

<投資対象エリア（1年以内に組成予定のファンド）>



図表22

<LTV平均の推移>

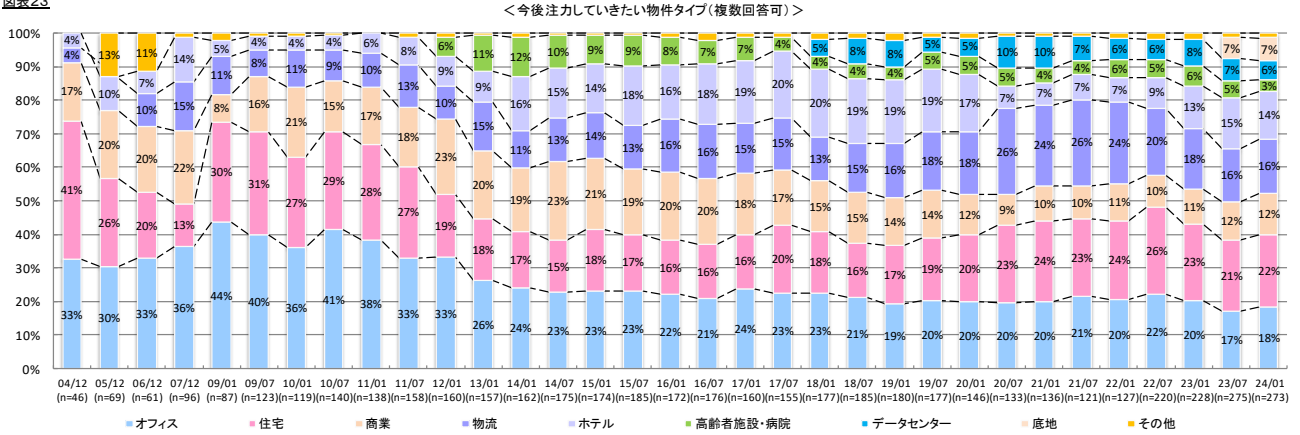


②今後の不動産運用における取組

a. 今後注力していきたい物件タイプ(複数回答可)

・今後注力していきたい物件タイプとして、「オフィス」、「住宅」の回答割合が前回調査から微増し4割を占めた。次いで物流、ホテル、商業の順は変わらず。一方、高齢者施設・病院は僅か3%まで低下した(図表 23 参照)。

図表23

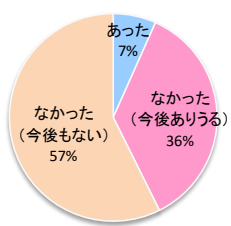


b. 日銀のイールドカーブコントロール再柔軟化を受けた投資方針の変化

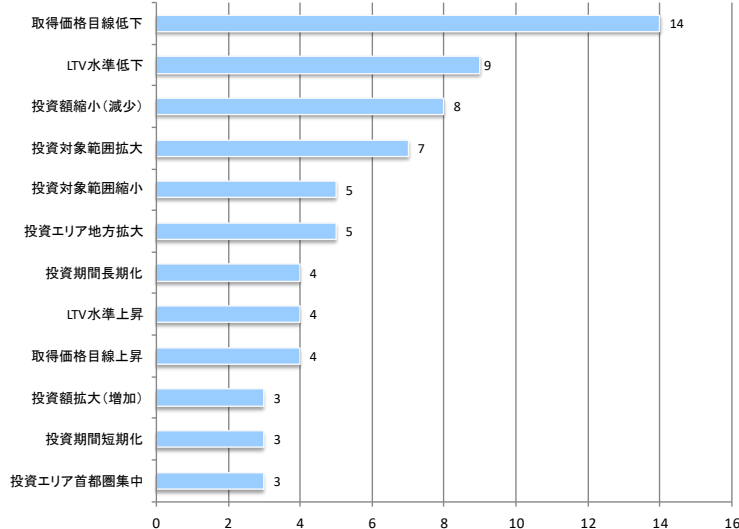
・日銀が2023年10月の金融政策決定会合で決定したイールドカーブコントロールにおける長期金利の上限の目処を1%とする再柔軟化措置の影響については、「変化があった」とする回答は7%にとどまった。ただし、投資方針の変化はなかったが「今後ありうる」とする回答が36%を占めており、今後の動向を注視する姿勢がうかがえる(図表 24 参照)。

・「変化があった」とする回答のうち、変化の内容について回答数が最多となったのは「取得価格目線の低下」である。このほか、「LTV水準低下」「投資額縮小(減少)」との回答が上位を占めており、より慎重なファンド運用への舵取りがうかがえる(図表 25 参照)。

図表24 <投資方針の変化> (回答企業75社)



図表25 <投資方針変化の内容> n=69(回答企業26社)

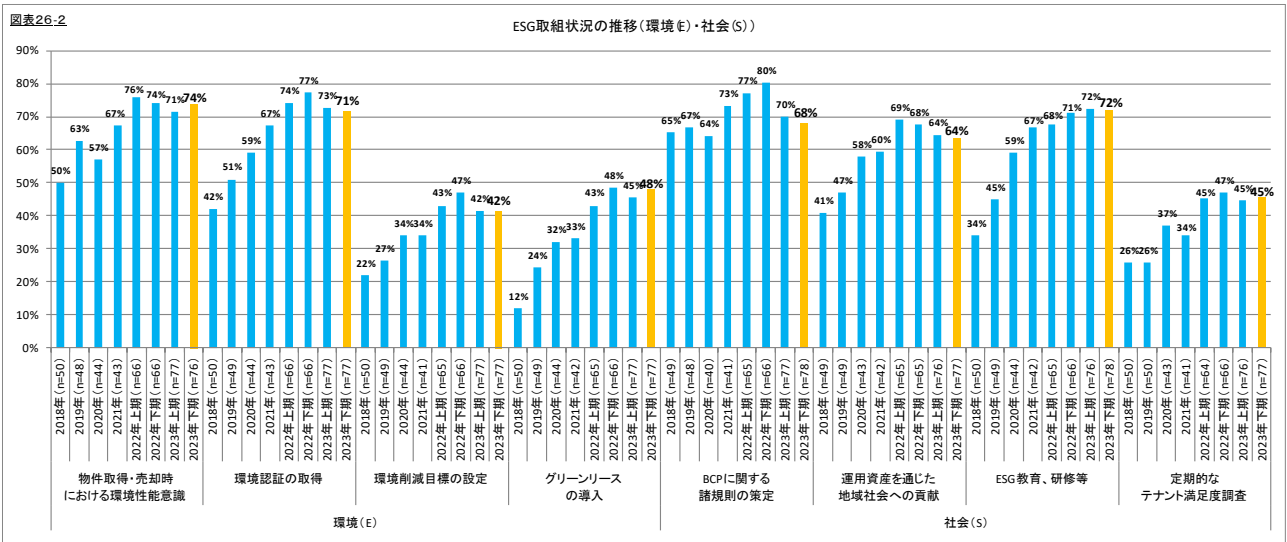
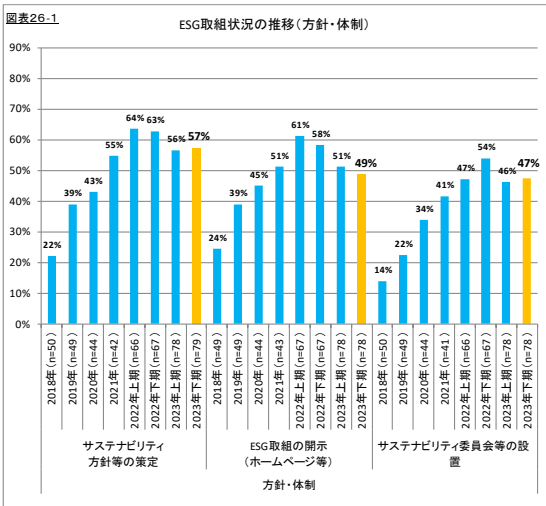


c. ESG*の取組状況、TCFD への対応

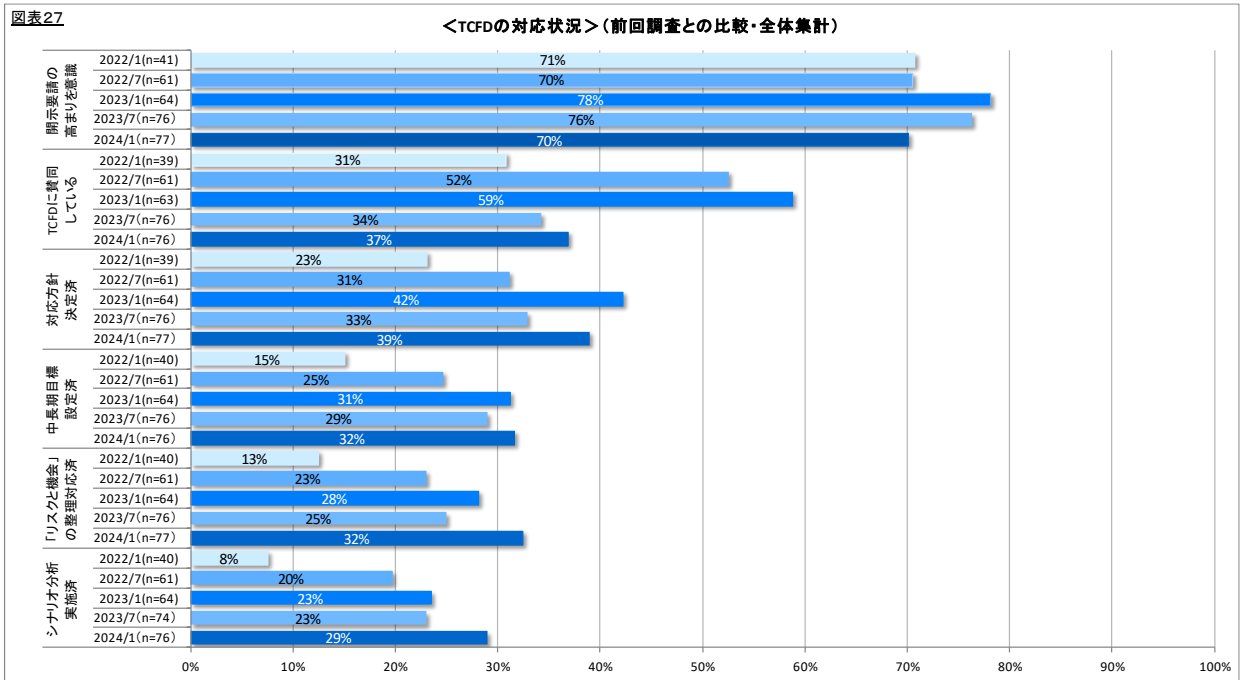
・ESGの取組状況について、「物件取得・売却時の環境性能意識」「環境認証の取得」「ESG教育・研修等」へ取り組んでいるとの回答が7割を超えた。ESGの取組状況の推移をみると、いずれの項目も頭打ちの状況となっている(図表26参照)。ESG対応に必要なコスト等を負担可能な企業においては、その対応が一巡しつつあるものと推察される。

・TCFDへの対応の推移をみると、すべての項目で対応率が増加した。シナリオ分析の実施は29%と調査開始以来最多となった(図表27参照)。投資家の開示要請を受けて、TCFD提言が推奨するシナリオ分析の実施が進んでいるとみられる。

※「責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)」の中で、資産運用に組み込むよう推奨された環境(Environment)、社会(Society)、ガバナンス(Governance)の概念



※「ESG専門部署の設置」「ESGレポートの開示」「グリーンローン・サステナブルローン等の導入」「社会的インパクトの設定・事前評価項目の整理」は、2023年7月調査より質問項目を追加したため推移の掲載なし。



※ 「TCFDに賛同している」について、2023年1月調査まではスポンサー含む回答。2023年7月調査より回答社単体
 ※ 「シナリオ分析」について、2023年7月調査より質問項目を「定性的」「定量的」に細分化。上記グラフは「定性的な分析・評価」を比較対象として採用。

別紙 <用語の定義>

本調査における用語の定義は以下のとおりとします。

- 不動産私募ファンド** : 不動産を投資対象として投資家の資金を運用する仕組み。本調査では、複数投資家向けの合同運用ファンドに加えて、セパレートアカウント(単独投資家向けのファンド)、不動産特定共同事業法以外のスキームによるセキュリティ・トークン・オフリング(STO)についても、不動産私募ファンドに分類する。なお、不動産特定共同事業法商品は含まない。
- 固定型** : ファンド組成前に取得物件が確定しているタイプをいう。
- 追加型** : ファンド組成前に一部の物件が確定しているものの、ファンド組成後に追加取得を行うタイプをいう。
- 一任型** : ファンド組成前に取得物件は確定しておらず、一定の取得方針・基準に基づき、マネージャーの裁量により物件取得が行われるタイプをいう。
ブラインドプール型ともいう。
- クローズドエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがあり、原則運用期間中の換金ができないファンドをいう。
- オープンエンドファンド** : 不動産私募ファンドのうち、運用期間の定めがなく、運用期間中に解約・換金・追加投資が可能なファンドをいう。その際の持分価格は鑑定評価額を基に算出される。現在国内で運用されているオープンエンド型ファンドは、私募REITの形態をとっている。
- 運用スタイル**
- コア** : 優良な物件に投資して、インカムゲインを重視した長期安定運用を行う。
- オポチュニティ** : 主に収益性の低い不動産を投資対象とし、問題点を改善し価値を高めたうえで売却することでキャピタルゲインの獲得を目指す。
投資対象の一部に開発型案件や企業投資を含むファンドも含める。
- バリューアッド** : コアとオポチュニティの中間的なタイプであり、インカムゲインおよびキャピタルゲイン双方の獲得を目指す。
- 開発型** : 開発利益の獲得に特化したファンド。
- デット** : 不動産あるいは不動産信託受益権の収益から元利払いがなされるローンへの投資をいう。エクイティ投資に比べて、一般的にローリスク・ローリターンである。
- 投資エリア**
- 東京都心5区** : 千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区
- 首都圏** : 東京23区を除く東京都・埼玉県・千葉県・神奈川県
- 近畿圏** : 大阪府・京都府・兵庫県・奈良県・和歌山県・滋賀県
- 名古屋圏** : 岐阜県・愛知県・三重県
- 地方圏** : 上記以外
- LTV(Loan To Value)** : 資産価値に対する借入額の割合をいうが、実務上は資産価値として不動産取得価格を用いる場合と総投資額を用いる場合がある。
- Cash on Cash利回り** : 出資総額に対する単年度キャッシュフローの割合をいい、自己資金の回収率を表す。
- IRR(グロス)** : 当初出資額と投資期間中のキャッシュフローの現在価値を等しくさせる割引率をいい、投資に対する収益性を表す指標として用いられる。

【本件のお問い合わせ先】

私募投資顧問部

<https://fofa.jp/smtri/a.p/116/>**株式会社三井住友トラスト基礎研究所**

〒105-8574 東京都港区芝 3-33-1 三井住友信託銀行芝ビル 11階

<https://www.smtri.jp/>

1. この書類を含め、当社が提供する資料類は、情報の提供を唯一の目的としたものであり、不動産および金融商品を含む商品、サービスまたは権利の販売その他の取引の申込み、勧誘、あっ旋、媒介等を目的としたものではありません。銘柄等の選択、投資判断の最終決定、またはこの書類のご利用に際しては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願いいたします。
2. この書類を含め、当社が提供する資料類は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成していますが、当社はその正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料は作成時点または調査時点において入手可能な情報等に基づいて作成されたものであり、ここに示したすべての内容は、作成日における判断を示したものです。また、今後の見通し、予測、推計等は将来を保証するものではありません。本資料の内容は、予告なく変更される場合があります。
3. この資料の権利は当社に帰属しております。当社の事前の了承なく、その目的や方法の如何を問わず、本資料の全部または一部を複製・転載・改変等してご使用されないようお願いいたします。
4. 当社は不動産鑑定業者ではなく、不動産等について鑑定評価書を作成、交付することはありません。当社は不動産投資顧問業者または金融商品取引業者として、投資対象商品の価値または価値の分析に基づく投資判断に関する助言業務を行います。当社は助言業務を遂行する過程で、不動産等について資産価値を算出する場合があります。しかし、この資産価値の算出は、当社の助言業務遂行上の必要に応じて行うものであり、ひとつの金額表示は行わず、複数、幅、分布等により表示いたします。